



**A INFLUÊNCIA DA ESTRUTURA DE CAPITAL NA GOVERNANÇA E NO  
DESEMPENHO DAS EMPRESAS DO SETOR DE FRANQUIAS**

**THE INFLUENCE OF CAPITAL STRUCTURE ON THE GOVERNANCE AND  
PERFORMANCE OF COMPANIES IN THE FRANCHISE SECTOR**

**LA INFLUENCIA DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL EN LA GOBERNANZA Y  
EL DESEMPEÑO DE LAS EMPRESAS DEL SECTOR DE FRANQUICIAS**



<https://doi.org/10.56238/levv16n55-043>

**Data de submissão:** 09/11/2025

**Data de publicação:** 09/12/2025

**Mayara Costa**

Instituição: Florida Atlantic University (FAU)

E-mail: [mcosta14@fau.edu](mailto:mcosta14@fau.edu)

---

**RESUMO**

Este artigo conceitual propõe um modelo que integra a literatura de estrutura de capital à governança híbrida em redes de franquias. Com base nas teorias de pecking order, trade-off e agência, argumenta-se que a dívida não é apenas uma decisão financeira, mas um mecanismo de governança que afeta o controle da marca e o mix entre unidades próprias e franqueadas. O modelo sugere uma relação em U invertido entre alavancagem e desempenho: níveis moderados de dívida disciplinam o uso de recursos, alinham incentivos e fortalecem práticas de governança, enquanto níveis extremos ampliam o risco operacional e reputacional. Essa dinâmica é modulada por dois construtos centrais — brand control e mix de propriedade. O artigo ainda apresenta hipóteses testáveis e indica caminhos empíricos para avaliar o modelo em diferentes setores, discutindo implicações gerenciais para franqueadores.

**Palavras-chave:** Estrutura de Capital. Governança Corporativa. Franchising. Brand Control. Desempenho Organizacional.

**ABSTRACT**

This conceptual article proposes a model that integrates the capital structure literature with hybrid governance in franchise networks. Drawing on pecking order, trade-off, and agency theories, it argues that debt is not merely a financial decision, but a governance mechanism that affects brand control and the mix between company-owned and franchised units. The model suggests an inverted U-shaped relationship between leverage and performance: moderate levels of debt discipline resource use, align incentives, and strengthen governance practices, whereas extreme levels increase operational and reputational risk. This dynamic is moderated by two central franchising governance constructs—brand control and ownership mix. The article also presents testable hypotheses and outlines empirical strategies to assess the model across sectors, discussing managerial implications for franchisors.

**Keywords:** Capital Structure. Corporate Governance. Franchising. Brand Control. Organizational Performance.

## RESUMEN

Este artículo conceptual propone un modelo que integra la literatura sobre estructura de capital con gobernanza híbrida en redes de franquicias. Basándose en las teorías de jerarquía, compensación y agencia, argumenta que la deuda no es simplemente una decisión financiera, sino un mecanismo de gobernanza que afecta el control de marca y la composición entre unidades propias y franquiciadas. El modelo sugiere una relación en forma de U invertida entre apalancamiento y rendimiento: niveles moderados de disciplina de deuda, uso de recursos, alineación de incentivos y fortalecimiento de las prácticas de gobernanza, mientras que niveles extremos incrementan el riesgo operativo y reputacional. Esta dinámica está modulada por dos constructos centrales: el control de marca y la composición de la propiedad. El artículo también presenta hipótesis comprobables e indica vías empíricas para evaluar el modelo en diferentes sectores, analizando las implicaciones gerenciales para los franquiciadores.

**Palabras clave:** Estructura de Capital. Gobierno Corporativo. Franquicias. Control de Marca. Rendimiento Organizacional.

## 1 INTRODUÇÃO

Estrutura de capital e governança corporativa tradicionalmente aparecem em trilhas separadas da literatura de finanças e estratégia. Estudos clássicos sobre financiamento corporativo discutem como assimetrias de informação, custos de falência e conflitos de agência entre acionistas, gestores e credores moldam as decisões de alavancagem. Em paralelo, pesquisas sobre governança corporativa e franchising analisam como contratos, incentivos e mecanismos de controle coordenam esforços entre franqueador e franqueados.

No setor de franquias, essa separação é particularmente problemática. Redes de franquias são organizações intensivas em ativos intangíveis, em que o valor da marca e do know-how compartilhado depende fortemente de padrões operacionais e reputacionais. Ao mesmo tempo, franqueadores enfrentam decisões financeiras complexas: financiar expansão com capital próprio, com dívida corporativa ou por meio de maior delegação de investimento aos franqueados. Estudos recentes mostram que ativos intangíveis podem alterar a capacidade de endividamento e a relação entre alavancagem e risco, mas ainda pouco se discutiu sobre como essa dinâmica se manifesta em redes de franquias.

Este artigo parte da premissa de que, em redes de franquias, estrutura de capital é também uma decisão de governança. Decidir “quanto” e “como” se endividar não é neutro: influencia a necessidade de geração de caixa, a tolerância ao risco operacional, a pressão por resultados de curto prazo e o espaço para investimentos em treinamento, monitoramento e inovação de formato. A forma como a dívida é desenhada (prazo, covenants, garantias) interage com o brand control e com o mix de propriedade (proporção de unidades próprias vs. franqueadas), afetando o desempenho da rede.

O objetivo deste artigo é, portanto, propor um novo modelo conceitual que integra as teorias de estrutura de capital com a governança híbrida do franchising. Em termos mais específicos, o trabalho procura articular como os mecanismos de pecking order, trade-off e agência se traduzem em decisões de alavancagem em redes intensivas em ativos intangíveis; conectar essa perspectiva às evidências sobre governança em franchising, mix de propriedade e controle de marca; e, a partir dessa integração, formular um modelo em que a estrutura de capital exerce efeito não linear (U invertido) sobre o desempenho da rede, condicionado pela qualidade do brand control e pela configuração do mix de propriedade. Com base nesse modelo, derivam-se hipóteses testáveis e são sugeridos caminhos empíricos para examinar tais relações em diferentes contextos.

Ao posicionar-se explicitamente como artigo conceitual, este trabalho não busca testar empiricamente as relações propostas, mas sim organizar e integrar diferentes correntes teóricas para oferecer uma estrutura analítica útil a pesquisadores e praticantes. O restante do texto está organizado da seguinte forma. Na Seção 2, descrevemos a metodologia de construção do modelo conceitual. A Seção 3 revisa a literatura relevante sobre estrutura de capital, governança em franchising e risco

operacional/reputacional. A Seção 4 apresenta as hipóteses e o modelo conceitual. Em seguida, discutimos detalhes dos mecanismos subjacentes (Seção 5), evidências e paralelos na literatura (Seção 6), implicações gerenciais (Seção 7), estratégias para teste empírico (Seção 8), trajetórias ilustrativas (Seção 9), riscos e salvaguardas (Seção 10), contribuições para a discussão teórica (Seção 11), limitações e agenda de pesquisa (Seção 12) e conclusão (Seção 13).

## 2 METODOLOGIA PARA CONSTRUÇÃO DO MODELO CONCEITUAL

Este artigo adota uma abordagem de construção de teoria a partir da síntese de múltiplas correntes de literatura. Em vez de testar relações específicas com dados, o objetivo é integrar conceitos existentes e propor um modelo conceitual que possa orientar pesquisas futuras e decisões gerenciais.

### 2.1 ABORDAGEM GERAL

Partimos de uma leitura aprofundada das teorias centrais de estrutura de capital — pecking order, trade-off e agência — e de estudos empíricos que identificam determinantes típicos da alavancagem, como tamanho, tangibilidade e rentabilidade. Em paralelo, revisamos a literatura de governança em franchising, com foco em mecanismos de controle, mix de propriedade e regulação de incentivos entre franqueadores e franqueados.

A abordagem combinou três movimentos articulados. Primeiro, foram identificados os construtos centrais em cada corrente teórica, tais como alavancagem, risco de falência, custos de agência, brand control e pluralidade de formas organizacionais. Em seguida, mapeou-se como esses construtos se relacionam dentro de cada tradição de pesquisa. Por fim, esses mapas conceituais foram sobrepostos, buscando-se pontos de intersecção capazes de sustentar uma lógica integrada de governança financeira em redes de franquias.

### 2.2 SELEÇÃO DA LITERATURA

A seleção das teorias de base em finanças corporativas foi guiada por sua proeminência e ampla utilização na explicação das decisões de estrutura de capital. A teoria de pecking order enfatiza o papel da assimetria de informação, mostrando que as firmas tendem a priorizar recursos internos, recorrer à dívida apenas quando necessário e, em último caso, emitir ações. A teoria de trade-off destaca o equilíbrio entre benefícios fiscais da dívida e custos esperados de falência, sugerindo que existe um nível ótimo de alavancagem. A teoria de agência, por sua vez, discute como a alavancagem pode reduzir problemas de overinvestment e disciplinar gestores, ao mesmo tempo em que gera conflitos entre credores e acionistas.

No campo de franchising, foram priorizados estudos seminais sobre mix de propriedade e desempenho, bem como pesquisas que detalham os mecanismos pelos quais franqueadores equilibram

controle e expansão, utilizando diferentes combinações de unidades próprias e franqueadas. Revisões recentes e trabalhos que expandem o escopo da governança em redes de franquias — incluindo fatores como intangíveis, controle de marca, coordenação internacional e mecanismos de suporte — foram incorporados para identificar padrões e lacunas na literatura.

### 2.3 PROCESSO DE INTEGRAÇÃO E FORMULAÇÃO DE HIPÓTESES

O modelo foi desenvolvido por meio de um processo iterativo de mapeamento de construtos e identificação de interseções entre as literaturas de finanças e franchising. Em uma primeira etapa, foi elaborado um mapa conceitual para cada corrente teórica, destacando os mecanismos que ligam alavancagem, risco e desempenho, e, separadamente, os mecanismos que relacionam governança, controle de marca e desempenho em redes de franquias.

Na etapa seguinte, as duas lógicas foram colocadas em diálogo. Três interseções revelaram-se centrais: o papel da dívida como dispositivo disciplinador em redes que precisam proteger a marca; a influência do mix de propriedade na alocação de riscos entre franqueador e franqueados; e a forma como o brand control interage com a alavancagem na gestão do risco operacional e reputacional. A partir desses cruzamentos, foram formuladas hipóteses que articulam a estrutura de capital com a governança híbrida do franchising, organizadas em torno de uma relação U invertido entre alavancagem e desempenho, moderada por brand control e mix de propriedade. Essas hipóteses são apresentadas na seção seguinte.

## 3 REVISÃO TEÓRICA: CAPITAL, AGÊNCIA E PLURALIDADE ORGANIZACIONAL

### 3.1 ESTRUTURA DE CAPITAL EM NEGÓCIOS INTENSIVOS EM INTANGÍVEIS

A literatura clássica de estrutura de capital descreve como empresas equilibram benefícios fiscais da dívida, custos esperados de falência e conflitos de agência na decisão de alavancagem. Estudos empíricos pioneiros demonstram que tamanho, tangibilidade dos ativos, rentabilidade e oportunidades de crescimento explicam boa parte da variação da alavancagem entre firmas.

Esses estudos, porém, foram desenvolvidos majoritariamente em contextos industriais com elevada tangibilidade de ativos. Em ambientes de serviços e negócios intensivos em intangíveis — marca, tecnologia, capital humano —, as relações entre ativos, risco e dívida tendem a se alterar. Pesquisas recentes mostram que ativos intangíveis identificáveis podem sustentar níveis mais altos de alavancagem ao reduzir a incerteza sobre fluxos de caixa futuros e sinalizar qualidade aos credores. Ao mesmo tempo, o capital intangível, entendido como conhecimento, reputação e rotinas específicas, modifica a forma como o risco financeiro é percebido e precificado pelos mercados.

Em redes de franquias, o principal ativo é a marca, apoiada em processos padronizados e know-how replicável. O valor dessa marca depende diretamente da consistência de entrega em múltiplos

pontos de venda. Decisões de estrutura de capital que aumentam a pressão por fluxos de caixa de curto prazo podem, ao mesmo tempo, disciplinar gestores e elevar o risco de cortes em treinamento, monitoramento e investimentos em qualidade. Essa ambivalência torna redes de franquias um contexto particularmente fértil para integrar estrutura de capital e governança.

### 3.2 GOVERNANÇA EM REDES DE FRANQUIAS E MIX DE PROPRIEDADE

A literatura de franchising destaca o contrato de franquia como arranjo híbrido entre mercado e hierarquia, combinando incentivos de propriedade com mecanismos de coordenação e controle. Estudos clássicos mostram que franqueadores adotam diferentes combinações de unidades próprias e franqueadas para equilibrar aprendizado, controle de qualidade e acesso a capital, fenômeno frequentemente descrito como pluralidade de formas organizacionais.

Nas últimas décadas, esse campo tem se expandido. Pesquisas recentes sugerem que a governança em franquias envolve um conjunto mais amplo de mecanismos: sistemas de monitoramento, padronização de processos, cláusulas contratuais de exclusividade, instrumentos de suporte (treinamento, tecnologia) e arranjos de propriedade que vão além do binário “próprio vs. franqueado”. Revisões sistemáticas da literatura de franchising mostram um crescente interesse em entender como esses elementos se combinam ao longo do tempo, em diferentes países e setores.

De modo particular, estudos sobre mix de propriedade indicam que a proporção entre unidades próprias e franqueadas responde a trade-offs entre adaptação local e controle central. Redes com maior proporção de unidades próprias tendem a apresentar maior capacidade de experimentar novos formatos e práticas, enquanto redes altamente franqueadas dependem mais intensamente de mecanismos contratuais e de monitoramento para preservar a marca.

### 3.3 DÍVIDA, RISCO OPERACIONAL E REPUTAÇÃO EM REDES DE FRANQUIAS

O uso de dívida corporativa em redes intensivas em intangíveis reforça a interdependência entre estrutura de capital, risco operacional e reputação. Pesquisas recentes mostram que instituições com melhor desempenho em critérios ambientais, sociais e de governança (ESG) tendem a apresentar menor risco operacional e reputacional, o que se reflete na estrutura de endividamento e no custo da dívida.

Embora esses estudos se concentrem, em grande medida, em instituições financeiras, a lógica é aplicável a redes de franquias: quando o principal ativo é a reputação de uma marca, incidentes operacionais — falhas de segurança alimentar, problemas trabalhistas, atendimento inadequado — podem rapidamente se transformar em choques de reputação com impacto sobre vendas, valor da marca e relação com credores. Assim, o desenho da estrutura de capital deixa de ser apenas uma decisão

“interna” de finanças corporativas e passa a interagir diretamente com sistemas de controle operacional, compliance e governança da rede.

Neste artigo, argumentamos que a estrutura de capital das redes de franquias deve ser entendida como um elemento do arranjo de governança híbrida, e não apenas como um resultado independente da otimização financeira. A partir dessa premissa, formulamos, na próxima seção, um conjunto de hipóteses que conectam alavancagem, brand control, mix de propriedade e desempenho da rede.

#### 4 HIPÓTESES E MODELO CONCEITUAL

Integrando as literaturas discutidas, propomos que a alavancagem em redes de franquias influencia o desempenho da rede de forma não linear. Em níveis baixos de dívida, a pressão disciplinadora sobre gestores e franqueados é limitada; em níveis moderados, a necessidade de honrar compromissos financeiros pode reduzir desperdícios, acelerar a resolução de conflitos e reforçar o foco em unidades com melhor performance. Em níveis muito elevados, porém, a dívida tende a aumentar a vulnerabilidade a choques de demanda, reduzir a flexibilidade para investimentos em treinamento e inovação e ampliar o risco de decisões de curto prazo que deterioram a marca.

Essa lógica conduz à primeira hipótese:

H1 (efeito não linear da estrutura de capital):

Existe uma relação em formato de U invertido entre a alavancagem da rede de franquias e o seu desempenho, de modo que níveis moderados de dívida estão associados a melhor desempenho da rede, enquanto níveis muito baixos ou muito altos de alavancagem estão associados a desempenho inferior.

Além disso, o efeito da alavancagem não ocorre no vácuo, mas é condicionado por dois elementos centrais da governança em franquias: brand control e mix de propriedade.

Redes com sistemas robustos de controle de marca — inspeções frequentes, padrões operacionais claros, instrumentos de monitoramento digital, sanções efetivas — tendem a ser mais capazes de transformar a pressão da dívida em disciplina produtiva, em vez de desorganização operacional. Em contrapartida, redes com frágil brand control podem ver a mesma pressão financeira se converter em cortes desordenados de custos, degradação de padrões e risco reputacional.

H2 (moderação do brand control):

O nível de brand control modera a relação entre alavancagem e desempenho da rede, deslocando o ponto ótimo da curva em U invertido. Em redes com forte brand control, o nível de alavancagem associado ao melhor desempenho tende a ser mais elevado do que em redes com frágil brand control.

O mix de propriedade (proporção de unidades próprias vs. franqueadas) adiciona outra camada de complexidade. Redes com maior proporção de unidades próprias concentram mais risco financeiro

no franqueador, mas também dispõem de maior liberdade para implementar ajustes operacionais rápidos. Redes predominantemente franqueadas, por sua vez, podem utilizar a dívida como instrumento de pressão indireta sobre franqueados, por meio de metas, taxas e repasses, mas dependem de mecanismos adicionais de coordenação para preservar a qualidade.

H3 (efeito do mix de propriedade):

O mix de propriedade influencia diretamente o desempenho da rede e interage com a estrutura de capital. Redes com mix de propriedade equilibrado — combinação de unidades próprias e franqueadas em proporções moderadas — tendem a extrair maior benefício de níveis intermediários de alavancagem, quando comparadas a redes quase totalmente próprias ou quase totalmente franqueadas.

Em síntese, o modelo conceitual proposto posiciona a estrutura de capital como elemento central da governança híbrida de franquias. A relação U invertido entre alavancagem e desempenho é modulada pela qualidade do brand control e pela configuração do mix de propriedade, que, por sua vez, afetam tanto a capacidade de a rede suportar dívida quanto a forma pela qual a pressão financeira é canalizada para decisões operacionais e estratégicas.

## **5 MECANISMOS: POR QUE A DÍVIDA PODE AJUDAR OU ATRAPALHAR A GOVERNANÇA DAS FRANQUIAS**

A partir do modelo conceitual, é possível detalhar os mecanismos que tornam a dívida um aliado — ou inimigo — da governança em redes de franquias. Em primeiro lugar, a dívida pode atuar como dispositivo disciplinador. Em redes em que o franqueador também opera unidades próprias, compromissos financeiros relevantes aumentam o custo de decisões de overinvestment e dificultam a manutenção prolongada de unidades cronicamente deficitárias. Em redes predominantemente franqueadas, a necessidade de gerar caixa para servir a dívida pode levar o franqueador a refinar métricas de performance, revisar contratos pouco eficientes e reestruturar regiões com baixo desempenho, reduzindo comportamentos oportunistas e acomodação.

Por outro lado, alavancagem excessiva tende a reduzir a capacidade da rede de absorver choques e investir em capacidades críticas de longo prazo, como treinamento, inovação de formato e tecnologia de monitoramento. Em contextos de forte competição, essa pressão pode induzir decisões de curto prazo que comprometem a qualidade de produtos e serviços, prejudicando o capital reputacional da marca. Em vez de canalizar a disciplina para a racionalização estratégica da rede, a alta dívida pode estimular cortes indiscriminados, fechamento abrupto de unidades e retração de investimentos em marketing cooperado, com efeitos negativos sobre franqueados e consumidores.

O efeito líquido da dívida, portanto, depende fortemente do brand control. Quando a rede dispõe de sistemas robustos de controle de marca, a pressão financeira tende a ser canalizada para



ajustes estruturantes, como fechamento de unidades inviáveis, renegociação de contratos desequilibrados, reconfiguração da rede em regiões pouco rentáveis e investimento seletivo em formatos mais resilientes. Em ambientes com governança frágil, a mesma pressão pode se traduzir em redução de treinamentos, queda na frequência de auditorias e tolerância a práticas que comprometem a uniformidade da experiência do cliente, abrindo espaço para incidentes operacionais e reputacionais.

O mix de propriedade adiciona outra camada à dinâmica. Redes com maior proporção de unidades próprias concentram tanto os riscos quanto os ganhos da alavancagem no franqueador, que possui maior liberdade para reorganizar ativos, testar formatos e ajustar a oferta. Em redes altamente franqueadas, a alavancagem costuma financiar atividades centralizadas — marketing, tecnologia, suporte —, mas a implementação dos ajustes depende da adesão de agentes autônomos, os franqueados. Nesses casos, o sucesso do uso estratégico da dívida depende não apenas do desenho de contratos e incentivos, mas também da qualidade da relação entre franqueador e franqueados e da capacidade de alinhar expectativas em torno da trajetória de endividamento da rede.

## 6 EVIDÊNCIA E PARALELOS NA LITERATURA

Os mecanismos propostos dialogam com diferentes evidências empíricas em finanças e franchising. Estudos clássicos sobre determinantes de estrutura de capital mostram que empresas com maior tangibilidade tendem a usar mais dívida de longo prazo, enquanto empresas mais lucrativas frequentemente dependem menos de endividamento. Em ambientes intensivos em intangíveis, pesquisas recentes indicam que ativos intangíveis identificáveis podem sustentar maior endividamento sem necessariamente aumentar a probabilidade de default, pois sinalizam capacidade de geração de valor futuro e acumulam reputação perante credores.

No campo de franchising, trabalhos seminais evidenciam que franqueadores ajustam o mix de propriedade para equilibrar controle e expansão, utilizando unidades próprias para aprendizado e sinalização de qualidade e unidades franqueadas para acelerar crescimento com capital de terceiros. Estudos mais recentes ampliam esse quadro, mostrando que a governança das redes envolve um portfólio de mecanismos — contratos, suporte, monitoramento, tecnologia — que se combinam de forma dinâmica ao longo do tempo. O foco desloca-se de uma visão estática do contrato para uma compreensão mais processual da governança, em que ajustes sequenciais de mix de propriedade e mecanismos de controle emergem como resposta a choques competitivos, regulatórios e tecnológicos.

Ainda que a literatura de finanças e a de franchising raramente tenham sido integradas, existem paralelos notáveis. Pesquisas sobre reputação e risco operacional em instituições financeiras mostram que melhores práticas ESG tendem a reduzir perdas operacionais e custos de financiamento. Em redes de franquias, práticas de governança sólidas — combinando brand control, mecanismos de compliance e arranjos de incentivo que desencorajam comportamentos oportunistas — podem desempenhar papel

semelhante: reduzir incidentes, estabilizar fluxos de caixa e, consequentemente, melhorar a capacidade de endividamento e as condições de crédito.

O modelo conceitual proposto aproxima esses campos ao sugerir que tanto a estrutura de capital quanto a governança da rede devem ser analisadas de forma conjunta quando o principal ativo da organização é um conjunto de intangíveis compartilhados entre múltiplos agentes (franqueador, franqueados, credores, consumidores). Em vez de tratar alavancagem e governança como decisões desconectadas, a proposta enfatiza que o arranjo de governança condiciona os efeitos da dívida sobre o desempenho, enquanto a própria estrutura de capital retroalimenta as escolhas de governança, ampliando ou restringindo o espaço de manobra estratégico.

## **7 IMPLICAÇÕES GERENCIAIS PARA FRANQUEADORES E INVESTIDORES**

Do ponto de vista gerencial, o modelo sugere que franqueadores e investidores não devem tratar estrutura de capital como decisão puramente financeira. Em redes de franquias, escolher o nível de alavancagem significa, em grande medida, escolher a arquitetura de governança. Níveis moderados de dívida podem favorecer práticas disciplinares saudáveis, desde que acompanhados de brand control robusto e de um mix de propriedade que permita ajustes estruturados da rede. Nessas condições, a pressão financeira tende a incentivar o uso mais criterioso de capital, a priorização de unidades com maior potencial de retorno e a eliminação de formatos pouco alinhados à estratégia de longo prazo.

Por outro lado, endividamento excessivo tende a agravar tensões entre franqueador e franqueados. O esforço para servir a dívida pode se traduzir em aumento de taxas, redução de suporte ou cortes em investimentos compartilhados, como marketing nacional e programas de treinamento, gerando percepção de assimetria de risco e comprometendo a confiança na relação de longo prazo. Em redes em que o brand control já é frágil, essa combinação é especialmente perigosa, pois amplia a probabilidade de comportamentos oportunistas, conflitos judiciais e abandono da rede por parte de franqueados.

Para investidores e credores, o modelo reforça a importância de olhar além dos indicadores financeiros tradicionais. A qualidade da governança — traduzida em sistemas de brand control, histórico de conflitos com franqueados, estabilidade do mix de propriedade e capacidade de adaptação a choques — deve ser tratada como variável crítica na avaliação de risco de redes de franquias. Em outras palavras, o risco de crédito não decorre apenas da alavancagem observada no balanço, mas da forma como essa alavancagem interage com a capacidade de a rede manter padrões, proteger a marca e coordenar os diversos agentes envolvidos.

## 8 ESTRATÉGIA EMPÍRICA SUGERIDA PARA TESTAR O MODELO

Embora este artigo seja conceitual, é útil delinear uma estratégia empírica para testar as hipóteses propostas. Uma abordagem promissora consistiria em compor uma base longitudinal de redes de franquias — nacionais ou internacionais —, com informações sobre estrutura de capital, governança e desempenho.

Nesse desenho, a alavancagem poderia ser mensurada por indicadores como dívida sobre ativos, dívida sobre EBITDA, prazo médio da dívida e presença de covenants financeiros específicos. O brand control, por sua vez, poderia ser capturado por proxies como frequência de auditorias, escopo de manuais de operações, certificações de qualidade e investimentos em treinamento por unidade. O mix de propriedade seria observado a partir da proporção de unidades próprias e franqueadas, bem como da presença de formatos híbridos (como joint ventures ou master franquias) e da variação dessa configuração ao longo do tempo. O desempenho da rede poderia ser mensurado por indicadores financeiros (crescimento de vendas, margens, retorno sobre ativos) e operacionais (índices de conformidade, reclamações, avaliações de clientes).

Do ponto de vista analítico, modelos econométricos com termos quadráticos de alavancagem permitiriam testar a relação em U invertido entre dívida e desempenho, enquanto interações entre alavancagem, brand control e mix de propriedade serviriam para examinar os efeitos moderadores propostos. Estudos multigrupo ou abordagens de painel com efeitos fixos e aleatórios poderiam capturar heterogeneidades entre setores, países e regimes regulatórios, contribuindo para refinar o modelo conceitual e identificar contingências relevantes.

## 9 CASOS ILUSTRATIVOS E TRAJETÓRIAS CONTRASTANTES

Para ilustrar a lógica do modelo, é útil considerar dois tipos ideais de trajetórias de redes de franquias, sem se referir a casos específicos.

Em um primeiro tipo, a Rede A, a expansão começa de forma relativamente conservadora, com baixa alavancagem e forte investimento em padronização e construção de marca. Com o tempo, a rede alcança determinada escala e decide contratar dívida de médio prazo para financiar modernização tecnológica, revitalização de lojas e entrada em mercados selecionados. O franqueador mantém brand control robusto, com auditorias frequentes, capacidade de encerramento de unidades cronicamente problemáticas e mix de propriedade equilibrado. Nessa trajetória, a dívida funciona como indutora de disciplina e aceleração de investimentos consistentes com a estratégia, reforçando o desempenho e a reputação da rede.

No outro extremo, a Rede B cresce rapidamente por meio de franquias, com controle de marca limitado, contratos pouco detalhados e monitoramento irregular. Em resposta a uma intensificação da concorrência, o franqueador busca uma alavancagem elevada para financiar campanhas agressivas de

marketing e entrada simultânea em múltiplos mercados. Sem reforço correspondente nos mecanismos de governança, a pressão da dívida leva a cortes em treinamento, compressão de margens dos franqueados e relaxamento de padrões operacionais. A combinação de alto endividamento e brand control frágil aumenta a probabilidade de incidentes, conflitos e deterioração da reputação, o que, por sua vez, agrava a vulnerabilidade financeira da rede.

Esses dois tipos ideais ilustram que o mesmo instrumento — a dívida — pode fortalecer ou fragilizar a rede, dependendo da qualidade do brand control e do mix de propriedade. A estrutura de capital, portanto, não é apenas pano de fundo financeiro, mas componente ativo da trajetória de governança e desempenho das franquias.

## **10 RISCOS, SALVAGUARDAS E PAPEL DOS CREDORES**

A integração entre estrutura de capital e governança em redes de franquias também aponta para riscos específicos. Um primeiro risco é o curto-prazismo, isto é, a tendência de franqueadores altamente alavancados priorizarem metas imediatas, como venda de novas franquias e ganhos de caixa de curto prazo, em detrimento de investimentos em suporte, inovação e consolidação da marca. Um segundo risco é a pressão assimétrica sobre franqueados, quando a necessidade de servir a dívida leva à elevação de taxas ou à imposição de cláusulas contratuais mais rígidas, transferindo parte substancial do risco financeiro para agentes com menor poder de barganha. Um terceiro risco é o efeito reputacional sistêmico: em redes já pressionadas financeiramente, incidentes localizados tendem a se espalhar com rapidez, amplificando o impacto da alavancagem sobre a confiança do consumidor e dos credores.

Diante desses riscos, franqueadores e credores podem adotar salvaguardas. Uma possibilidade é incorporar, em contratos de financiamento, cláusulas vinculadas não apenas a indicadores financeiros, mas também a métricas de qualidade e conformidade — por exemplo, mantendo níveis mínimos de investimento em treinamento ou em sistemas de monitoramento. Outra alternativa é estabelecer limites internos de alavancagem associados a compromissos de governança, de forma que aumentos de dívida sejam condicionados à manutenção de padrões de brand control e transparência em relação às condições da rede. Adicionalmente, a adoção de relatórios integrados que combinem métricas financeiras, operacionais e de governança aproxima a gestão de franquias da lógica de disclosure de ESG, tornando mais visível para investidores o vínculo entre estrutura de capital, governança e risco reputacional.

Credores, ao incorporarem esses elementos em suas análises, deixam de avaliar redes de franquias apenas pela ótica de balanços e projeções de fluxo de caixa, passando a considerar a capacidade da organização de preservar o capital intangível que sustenta sua vantagem competitiva. Essa mudança reforça a ideia de que o custo do capital e o acesso a financiamento são, em parte, função

da qualidade da governança e da coerência entre estratégia, estrutura de capital e práticas de controle de marca.

## 11 DISCUSSÃO TEÓRICA

Do ponto de vista teórico, o modelo proposto contribui para pelo menos três debates. Em primeiro lugar, reforça a necessidade de repensar a literatura de estrutura de capital quando se trata de negócios intensivos em intangíveis. A lógica tradicional do trade-off entre benefícios fiscais da dívida e custos esperados de falência permanece relevante, mas torna-se insuficiente quando o principal ativo da firma é reputacional e relacional. Nesses contextos, o risco de deterioração da marca e de perda de confiança de stakeholders assume papel central, aproximando a discussão de alavancagem dos temas de governança, ESG e gestão de risco operacional.

Em segundo lugar, o modelo amplia a literatura de franchising ao incorporar a estrutura de capital como parte constitutiva da governança híbrida. Trabalhos sobre pluralidade de formas organizacionais enfatizam o mix de propriedade e os arranjos contratuais como formas de equilibrar controle, aprendizado e expansão. Ao inserir a dimensão financeira nessa equação, o artigo sugere que decisões de financiamento não são apenas consequência da estrutura de governança, mas também insumo que reconfigura incentivos, distribuição de riscos e capacidade de coordenação da rede. Em outras palavras, há uma relação bidirecional entre governança e estrutura de capital que a literatura tende a tratar de maneira fragmentada.

Em terceiro lugar, a proposta dialoga com debates mais amplos em governança corporativa e estratégia ao enfatizar a importância de perspectivas integradas. Pesquisas em corporate governance frequentemente analisam conselhos de administração, direitos de voto e mecanismos de alinhamento entre acionistas e gestores, enquanto estudos em redes e alianças focam a coordenação entre múltiplas firmas. O franchising, com sua natureza híbrida, é um terreno especialmente fértil para cruzar essas agendas: o franqueador atua como uma espécie de “quase-conselho” para os franqueados, definindo regras, monitorando condutas e alocando recursos em um ambiente no qual a estrutura de capital condiciona a margem de manobra de todos os envolvidos. Ao inserir a alavancagem no centro dessa arquitetura, o artigo oferece uma ponte conceitual entre finanças corporativas, governança de redes e estratégia baseada em recursos.

Essa discussão sugere que futuras teorias sobre estrutura de capital em negócios intensivos em intangíveis precisam ser explicitamente relacionais e organizacionais. Em vez de se limitarem à firma como unidade de análise, tais teorias devem considerar arranjos complexos em que múltiplos agentes compartilham marca, processos e riscos — como ocorre em redes de franquias — e em que o papel disciplinador ou desestabilizador da dívida depende dos mecanismos de governança disponíveis.

## 12 LIMITAÇÕES E AGENDA DE PESQUISA FUTURA

Como artigo conceitual, este trabalho apresenta limitações inerentes à sua natureza. O modelo proposto não foi testado empiricamente, e a operacionalização de construtos como brand control e desempenho da rede envolve escolhas metodológicas não triviais. Além disso, a aplicabilidade do modelo pode variar entre setores (alimentação, saúde, educação, varejo especializado) e entre países com diferentes arranjos institucionais, sistemas de crédito e estruturas regulatórias.

Essas limitações, porém, configuram uma agenda de pesquisa promissora. Estudos futuros podem testar empiricamente as hipóteses formuladas em amostras de redes de franquias, privilegiando dados longitudinais que capturem mudanças na estrutura de capital e nos mecanismos de governança ao longo do tempo. Também seria relevante investigar como eventos críticos — crises econômicas, choques regulatórios, mudanças tecnológicas — afetam simultaneamente estrutura de capital, governança e desempenho, permitindo observar se a relação em U invertido entre alavancagem e performance se mantém em diferentes regimes de incerteza.

Outra frente de pesquisa envolve explorar variações na qualidade da governança entre redes com níveis semelhantes de alavancagem, identificando boas práticas de uso estratégico da dívida e combinando análises quantitativas e qualitativas. Finalmente, há espaço para estudos que examinem como credores, agências de rating e investidores incorporam informações sobre brand control, conflitos com franqueados e estabilidade do mix de propriedade em seus modelos de avaliação de risco, o que ajudaria a esclarecer os canais pelos quais governança e estrutura de capital se reforçam — ou se enfraquecem — mutuamente.

## 13 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este artigo conceitual propõe um modelo integrador que posiciona a estrutura de capital como elemento constitutivo da governança híbrida de redes de franquias. Ao articular teorias clássicas de estrutura de capital, evidências empíricas sobre determinantes de alavancagem, pesquisas recentes sobre intangíveis e literatura contemporânea de governança em franchising, argumentamos que a dívida pode desempenhar papel disciplinador ou desestabilizador, a depender do nível de alavancagem, da qualidade do brand control e do mix de propriedade.

O modelo sugere que o desempenho ótimo da rede tende a ocorrer em níveis moderados de alavancagem, em que a pressão financeira é suficiente para disciplinar decisões, mas não tão elevada a ponto de comprometer investimentos em capacidades críticas e elevar o risco reputacional. Em redes com governança robusta, brand control maduro e mix de propriedade equilibrado, a dívida tende a reforçar mecanismos virtuosos de coordenação; em redes com governança frágil, os mesmos níveis de endividamento podem precipitar ciclos de curto-prazismo, conflito e perda de valor da marca.

Ao oferecer uma estrutura conceitual clara, hipóteses testáveis e sugestões de pesquisa, o artigo busca contribuir para uma agenda que trate finanças corporativas, governança e franchising não como campos estanques, mas como dimensões interdependentes da estratégia de longo prazo das empresas. Para pesquisadores, o modelo aponta caminhos para integrar debates sobre capital estrutural e governança em contextos intensivos em intangíveis. Para praticantes, reforça a ideia de que decisões de endividamento, em redes de franquias, são decisões de governança — e que a saúde financeira de longo prazo depende tanto do balanço quanto da capacidade de proteger e desenvolver o capital reputacional que sustenta a marca.



## REFERÊNCIAS

- MYERS, S. C.; MAJLUF, N. S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, v. 13, n. 2, p. 187-221, 1984.
- KRAUS, A.; LITZENBERGER, R. H. A state-preference model of optimal financial leverage. *The Journal of Finance*, v. 28, n. 4, p. 911-922, 1973.
- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.
- TITMAN, S.; WESSELS, R. The determinants of capital structure choice. *The Journal of Finance*, v. 43, n. 1, p. 1-19, 1988.
- RAJAN, R. G.; ZINGALES, L. What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The Journal of Finance*, v. 50, n. 5, p. 1421-1460, 1995.
- LAFONTAINE, F.; SHAW, K. L. Targeting managerial control: evidence from franchising. *The RAND Journal of Economics*, v. 36, n. 1, p. 131-150, 2005.
- COMBS, J. G.; KETCHEN JR., D. J. Explaining interfirm cooperation and performance: toward a reconciliation of predictions from the resource-based view and organizational economics. *Strategic Management Journal*, v. 20, n. 9, p. 867-888, 1999.
- LIM, S. C.; MACIAS, A. J.; MOELLER, T. Intangible assets and capital structure. *Journal of Banking & Finance*, v. 118, art. 105873, 2020.
- HORSCH, P.; LONGONI, P.; OESCH, D. Intangible capital and leverage. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v. 56, n. 2, p. 475-498, 2021.
- LUDVIGSSON-WALLETTE, M.; LAWRENCE, B. Expanding the conceptual domain of governance in franchising. *Industrial Marketing Management*, v. 90, p. 314-323, 2020.
- GLASER, M.; JIRASEK, M.; WINDSPERGER, J. Ownership structure of franchise chains: trade-off between adaptation and control. *International Journal of the Economics of Business*, v. 27, n. 3, p. 357-375, 2020.
- JELL-OJOBOR, M.; HAJDINI, I.; WINDSPERGER, J. Governance of international franchise networks: combining value creation and value appropriation perspectives. *Journal of Business Research*, v. 139, p. 267-279, 2022.
- TSAI, F.-S.; KUO, C.-C.; LIN, J.-L. Knowledge heterogenization of the franchising literature applying transaction cost economics. *Economies*, v. 8, n. 4, art. 106, 2020.
- HIZAM-HANAFIAH, M.; ABDUL GHANI, M. F.; MAT ISA, R.; ABD HAMID, H. Critical success factors of franchising firms: a study on franchisors and franchisees. *Administrative Sciences*, v. 13, n. 1, art. 8, 2023.
- GALLETTA, S.; GOODELL, J. W.; MAZZÙ, S.; PALTRINIERI, A. Bank reputation and operational risk: the impact of ESG. *Finance Research Letters*, v. 51, art. 103494, 2023.